

## OPINIÃO

### O novo IOF e o fim da cobertura cambial para exportadores

Marcelo de Oliveira Passos\*

**RESUMO** - O artigo analisa a institucionalização do novo imposto sobre movimentações financeiras e das novas regras para cobertura cambial para exportadores. A ênfase da análise recai sobre os prováveis efeitos positivos de ambas as medidas sobre a dinâmica da dívida pública interna. Argumenta-se que elas poderão contribuir para o alongamento do prazo médio dos títulos que compõem a dívida interna e que o seu impacto na redução da taxa de câmbio real tende a ser muito pequeno.

Palavras-chave: Exportações. Tributação. Dívida pública.

No dia 12 de março deste ano, o governo anunciou medidas tributárias e cambiais que, a princípio, possuem o objetivo de aliviar a pressão baixista sobre a taxa de câmbio real brasileira.

A primeira medida prevê que as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e privados de renda fixa recolherão uma alíquota de 1,5% de IOF e este tributo não será mais cobrado nas exportações, o que representará uma redução de 0,38% no custo para exportar, ou o equivalente a R\$ 2,2 bilhões.

A segunda medida estabelece o fim da cobertura cambial para as exportações. Assim, não há mais nenhuma exigência de internalização da receita de dólares obtida pelos exportadores. Em julho do ano passado, o governo já havia reduzido a cobertura cambial de 100% para 70%. Agora, sem a obrigatoriedade legal da cobertura cambial, a totalidade da receita obtida por um exportador pode ser mantida no exterior.

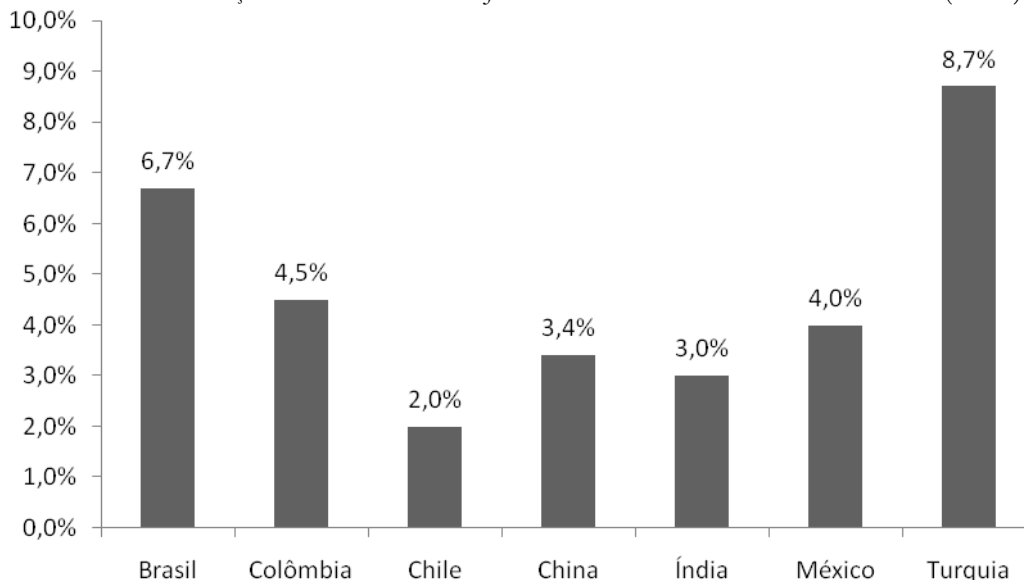
É praticamente consensual a visão de que estas medidas causarão impacto apenas marginal sobre a apreciação da taxa real de câmbio. O próprio ministro da Fazenda Guido Mantega admite esta hipótese. Uma evidência que confirma esta análise é a de que, após a redução da cobertura cambial em julho passado, a taxa de câmbio apreciou-se, apresentando uma redução de 23%.

---

\* Analista econômico de projetos do Banco de Desenvolvimento do Extremo-Sul (BRDE), doutorando do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Econômico da UFPR (PPGDE/UFPR) e professor adjunto da Universidade Tuiuti do Paraná (UTP). Endereço Eletrônico: [marcelo-passos@uol.com.br](mailto:marcelo-passos@uol.com.br).

Todavia, um ponto relevante subjacente à implementação da medida reside no fato de que o exportador brasileiro, ao internalizar os seus recursos, pode ser remunerado pela segunda maior taxa de juros reais do mundo (de 6,7%, conforme Gráfico 1).

GRÁFICO 1 – COMPARAÇÃO DAS TAXAS DE JUROS ENTRE PAÍSES EMERGENTES (% a.a.)



FONTE: *The Economist*, IBGE e Boletim Focus.

Portanto, a taxa Selic de 12,25% ao ano ainda representa um incentivo à internalização das receitas dos exportadores. O custo de oportunidade de um exportador manter suas receitas no exterior é equivalente a 13,18% ao ano (a taxa real de juros brasileira deduzida da taxa real de juros norte-americana, que é negativa, somada à variação do câmbio real prevista para 2008, conforme a tabela 1 abaixo).

TABELA 1 – COMPARATIVO ENTRE AS TAXAS DE JUROS REAIS NO BRASIL E NOS EUA

Taxa Selic	12,25	Treasury bond (91 dias)	2,02
IPCA previsto	5,55	Inflação norte-americana	3,9
Juros reais no Brasil	6,7	Juros Reais nos EUA	-1,88
Apreciação do câmbio real (R\$/US\$) prevista para 2008	4,6		

FONTE: Boletim Focus e Treasury Direct.

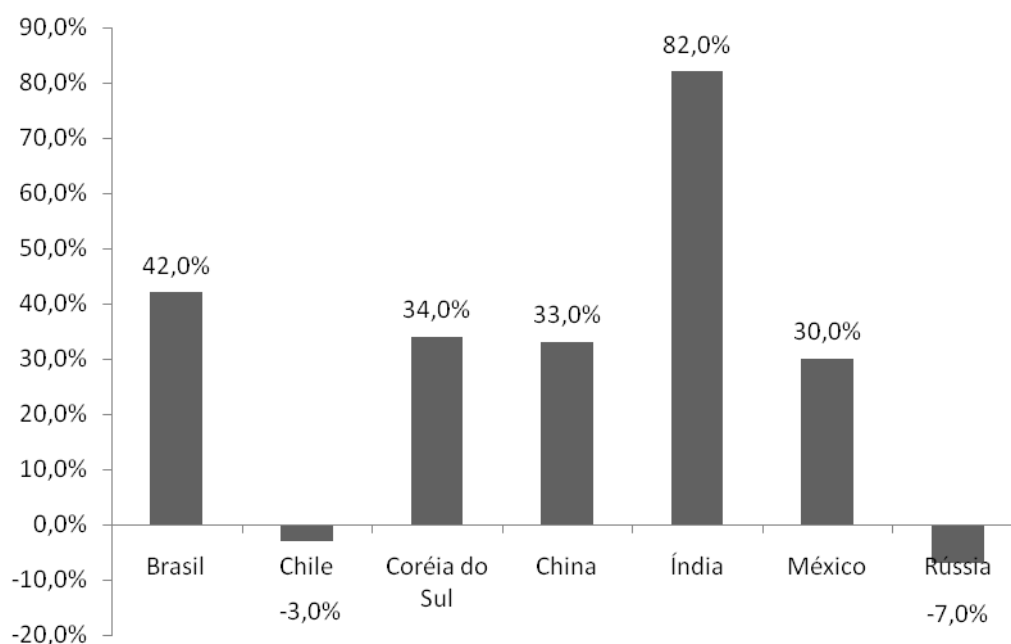
Nossos juros reais elevados e a apreciação do câmbio real prevista para 2008 estimulam as operações com derivativos de câmbio no mercado futuro. Muitos exportadores e especuladores arbitram contra o dólar e auferem lucros com a apreciação da taxa real de câmbio. Em janeiro deste ano, houve saída líquida de divisas no país, mas as operações no mercado de derivativos motivaram a continuidade da queda da taxa nominal de câmbio. O único remédio contra este tipo de especulação é a queda da taxa Selic, mas o Comitê de Política Monetária aumentou, nas reuniões de abril e de junho, duas vezes a taxa Selic em

meio ponto porcentual. A ata do Copom divulgada em 12 de junho de 2008 sinalizou que os juros nominais deverão continuar subindo.

Não obstante, o fim da cobertura cambial é uma medida institucional importante, dado que o país não possui mais a necessidade de atrair dólares e não havia mais sentido em impor esta obrigação às empresas exportadoras.

A implementação do IOF com alíquota de 1,5% sobre aplicações estrangeiras em títulos de renda fixa públicos e privados fará com que os títulos públicos de curto prazo fiquem mais caros para o investidor estrangeiro. Assim sendo, ela poderá ajudar, com a condição necessária da queda da taxa Selic no longo prazo, a alongar o prazo de maturidade dos títulos públicos nacionais. A magnitude da nossa dívida líquida interna (47,38% do PIB) já não é um problema mais urgente do que o prazo médio de vencimento dos títulos que a compõem. Embora nossa dívida ainda seja elevada pelos padrões internacionais (Gráfico 2), o problema maior são os prazos curtos de vencimentos dos títulos. Trata-se de um problema histórico, pois desde a década de oitenta, quando o *overnight* foi criado, estes prazos são muito curtos.

GRÁFICO 2 – DÍVIDA LÍQUIDA INTERNA DE PAÍSES EMERGENTES (% DO PIB)



FONTE: *World Economic Outlook*.

Os investidores estrangeiros, com o aumento do custo tributário das transações com títulos públicos brasileiros, tentarão diluir este custo mantendo estes títulos por mais tempo em suas carteiras. Ao longo do tempo, o Tesouro Nacional poderá emitir títulos com prazo mais longo de maturidade.

Na realidade, o objetivo primário da instituição do novo IOF não é conter a apreciação da taxa câmbio real, tal como foi amplamente divulgado pela mídia. O impacto redutor da medida sobre a taxa de câmbio nominal é apenas marginal. O objetivo primário do novo IOF é o alongamento do perfil de vencimento dos títulos da dívida pública interna.

De certo modo, pode ser considerada como parcial a visão dos analistas do mercado financeiro, que dominam o noticiário, dizendo que a medida foi um retrocesso, que não conterá o aumento do real. A medida é correta em seu objetivo primário (alongar o perfil da dívida), em seu objetivo secundário (contribuir, ainda que fracamente, para a redução da apreciação cambial excessiva) e em seu *timing* oportuno (no momento em que as aplicações estrangeiras em portfólio apresentam-se em franca expansão).

O Brasil vem atraindo muitos investimentos estrangeiros e – convém que se ressalte – este capital externo continua a ser muito bem vindo em investimentos diretos e em investimentos em portfólio (títulos de renda variável e fixa). Ademais, com juros reais elevados, taxa cambial em queda e crescimento econômico, o país deve continuar a atrair investimentos estrangeiros diretos e em portfólio. Ocorre que, resolvida a questão do endividamento externo, cumpre abordar o problema dos curtos prazos médios dos títulos que compõem a dívida líquida interna.

O novo IOF também se coaduna com a estratégia de acúmulo de reservas cambiais mantida pelo Banco Central, que possui considerável custo fiscal.

O BC aplica estas reservas em instituições financeiras estrangeiras, que as remuneram a uma taxa de juros muito menor do que as taxas que o Tesouro Nacional paga para os compradores de títulos públicos. Agora, com a medida, os compradores estrangeiros pagarão mais caro por estes títulos, o que reduz o custo de oportunidade do BC manter suas reservas aplicadas no exterior. Não fazia sentido o BC receber pouco por suas aplicações no exterior e o Tesouro Nacional pagar muito pelas aplicações estrangeiras no Brasil.

A medida atinge também os títulos privados de renda fixa porque, em geral, é a partir deles que o investidor aplica em títulos públicos. Os bancos emitem títulos privados de renda fixa (CDBs e RDBs, por exemplo) para captar depósitos a prazo de seus clientes. Em seguida, compram títulos públicos com estes recursos. A diferença entre a remuneração dos títulos públicos e o custo de captação dos títulos privados (*spread*) corresponde ao ganho líquido destes bancos. Assim, seria um contra-senso aumentar a alíquota do IOF sobre aplicações estrangeiras em títulos públicos de renda fixa e não aumentá-la para os títulos privados de renda fixa. Os investidores estrangeiros passariam a comprar títulos privados e

estes recursos seriam investidos indiretamente em títulos públicos de renda fixa. Evitariam, assim, o pagamento do novo IOF.

Pode-se dizer que a instituição do novo IOF é um raro caso de aumento de tributo que aumenta o bem-estar social.

O ônus recai sobre os bancos que operam no mercado aberto e sobre os investidores estrangeiros (excluídos os investidores diretos e aqueles que aplicam em títulos de renda variável, uma vez que estes investidores assumem maior risco do que os que aplicam em títulos públicos).

Infelizmente, contudo, não se vislumbra no médio prazo reduções na taxa Selic. Os índices inflacionários brasileiros e latino-americanos vêm apresentando alta, o que faz com que o Banco Central fique mais conservador. Contudo, a redução da taxa Selic ao longo do tempo, associada com a obtenção de superávits nominais, são condições necessárias para conter a apreciação excessiva da moeda brasileira.

Neste sentido, conclui-se que o novo IOF e o fim da cobertura cambial, medidas propostas pelos economistas Antônio Delfim Netto e Luiz Gonzaga Belluzzo, são decisões positivas e coerentes com o conjunto da política econômica adotada no país.

## REFERÊNCIAS

Banco Central do Brasil. **Boletim Focus**. Disponível em:  
<<http://www4.bcb.gov.br/?FOCUSMERC>>. Acesso em 22/06/2008.

Fundo Monetário Internacional (FMI). **World Economic Outlook**. Disponível em:  
<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2004/02/>>. Acesso em: 22/06/2008.

Treasury Direct. **Treasury's Certified Interest Rates**. Disponível em:  
<<http://www.treasurydirect.gov/govt/rates/tcir/tcir.htm>>. Acesso em: 22/06/2008.

